

# Forvaltningsrapport

Statens pensjonsfond – Utland 2. kvartal 2009



Norges Bank er landets sentralbank. Hovedoppgavene er å fremme prisstabilitet gjennom pengepolitikken, sikre finansiell stabilitet og å forestå kapitalforvaltning. Kapitalforvaltningen skjer i Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM forvalter Statens pensjonsfond – Utland på oppdrag fra Finansdepartementet.

Oslo, 14. august 2009  
08/300  
ISSN 1890-8535  
ISSN 1891-3490 (online)

# Innhold

Hovedpunkt	2
Nøkkeltall	3
Markedene	4
Porteføljen	8
Markedsverdi, avkastning og risiko	10
Eierskapsutøvelse	14
Tema: Vannforvaltning – et nytt satsingsområde	15
Tema: Fra 40 til 60 prosent aksjer	16
Regnskapsrapportering	18

- Avkastningen for Statens pensjonsfond – Utland var 12,7 prosent i andre kvartal. Meravkastningen var 2,1 prosentpoeng.
- Både absolutt og relativt var avkastningen rekordhøy for et enkelt kvartal. Oppgangen var også prosentvis større enn tidligere kvartalers fall.
- Fondets verdi økte til 2 385 milliarder kroner, en oppgang på 309 milliarder fra første kvartal.
- Tilførslene utgjorde 40 milliarder kroner, på nivå med første kvartal, men klart lavere enn foregående år.
- Aksjeandelen nådde 60,3 prosent ved utgangen av kvartalet, etter to års innfasing med aksjekjøp.

# Nøkkeltall

Markedsverdien for Statens pensjonsfond – Utland var 2 385 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Det var en økning på 309 milliarder kroner fra utgangen av første kvartal, og det meste skyldtes en positiv avkastning.

Kursoppgangen i aksjemarkedene i andre kvartal 2009 var hovedårsaken til at avkastningen målt i en internasjonal valutakurv ble 12,7 prosent (figur 2–2).

Fondets avkastning var 2,1 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljen. De siste tre årene har den annualiserte mindreavkastningen vært 0,98 prosentpoeng (figur 2–3).

Markedssvingningene har blitt redusert i andre kvartal, men er fortsatt større enn de var i perioden frem til midten av 2007, da finansuroen startet (figur 2–4).

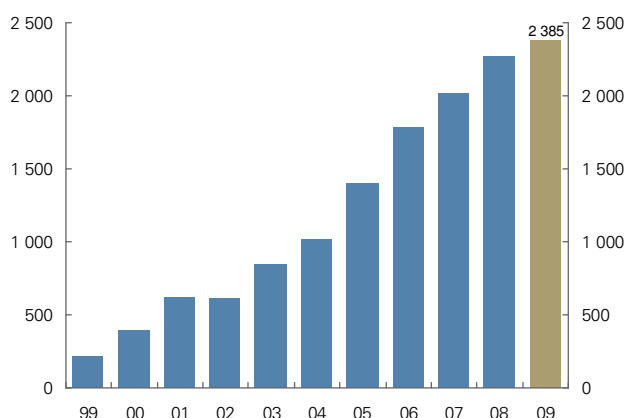
I andre kvartal 2009 ble det tilført 40 milliarder kroner til fondet. Dette var på nivå med første kvartal, men likevel det

laveste siden fjerde kvartal 2004. Siden årsskiftet er fondet tilført 84 milliarder kroner. For hele 2008 var tilførselen 384 milliarder kroner.

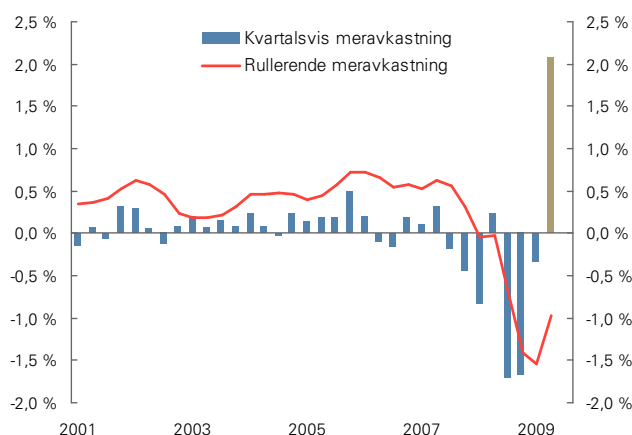
Avkastningen for kvartalet var på 270 milliarder kroner, mens sterkere kronekurs reduserte verdien på fondet med 1 milliard kroner. Dermed økte markedsverdien til 2 385 milliarder kroner.

Innfasingen av den økte aksjeandelen fra 40 til 60 prosent ble fullført i løpet av 2. kvartal. Fremover vil tilførsler bli benyttet til kjøp av den aktivaklassen som i perioden har svakest verdiutvikling, i henhold til fondets strategi.

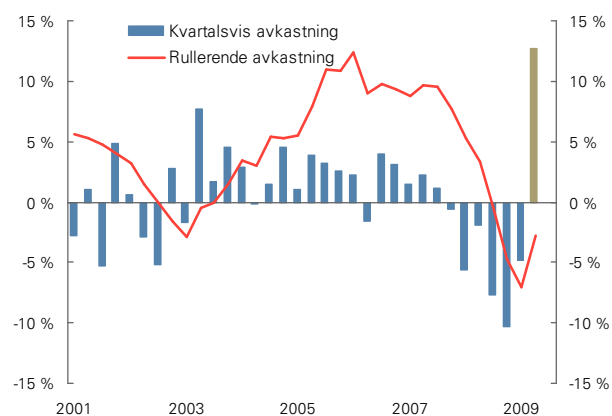
Figur 2-1 Markedsverdi 1999–2009. Milliarder kroner



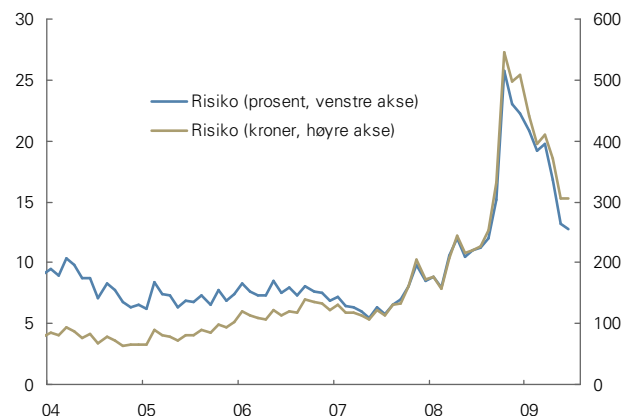
Figur 2-3 Kvartalsvis og rullerende annualisert meravkastning siste tre år 2001–2009. Prosentpoeng



Figur 2-2 Kvartalsvis og rullerende annualisert avkastning siste tre år 2001 – 2009. Prosent



Figur 2-4 Absolutt volatilitet 2004–2009. Prosent og milliarder kroner



# Markedene

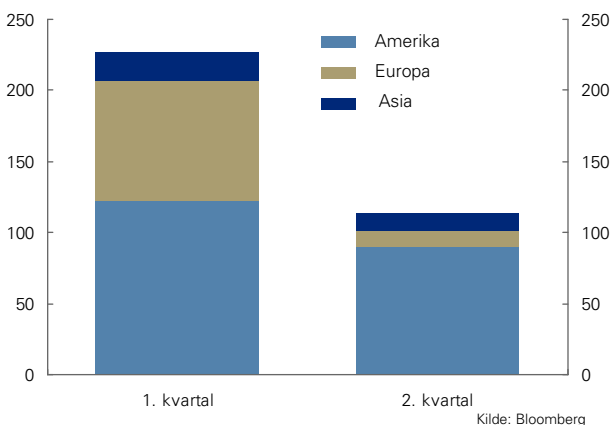
Andre kvartal så en markant bedring i finansmarkedene, og det var tegn til stabilisering av den økonomiske utviklingen. Usikkerheten knyttet til finanssektoren avtok, aksjekursene steg kraftig og rentedifferansen mellom kreditt- og statsobligasjoner ble redusert.

Større tro på en stabilisering av det finansielle systemet var en viktig grunn til at markedene styrket seg i andre kvartal. Tilliten til de store finansinstitusjonene økte, men først etter omfattende intervensjoner fra myndigheter i mange land. I USA offentliggjorde den amerikanske sentralbanken (FED) en stresstest av de 19 største bankenes kapitalbase, basert på et fremtidig forløp med fallende økonomisk vekst. FED anslo at ti av institusjonene måtte reise 75 milliarder dollar i ny kapital som buffer mot et slikt utfall. I løpet av andre kvartal har amerikanske finansinstitusjoner hentet inn mer enn dette beløpet i markedet (figur 3-1). Andelen av ny kapital som myndighetene tilførte finansinstitusjonene falt fra 75 prosent i første kvartal til 29 prosent i andre kvartal.

Differansen mellom renten bankene tar for utlån seg i mellom og renten på statspapirer er en indikator på usikkerhet knyttet til den finansielle stabiliteten. Denne differansen har i andre kvartal falt tilbake til nivået før finansuroen startet høsten 2007, som det fremgår av figur 3-2.

I midten av mars hadde aksjemarkedene og særlig kredittmarkedene priset inn et svært alvorlig utfall av den pågående finanskrisen og det økonomiske tilbakeslaget i verdensøkonomien. I løpet av andre kvartal ble usikkerheten redusert og likviditeten vendte tilbake i flere markeder. Dette er

Figur 3-1 Kapitaltilførsel til finansinstitusjoner 2009. Milliarder USD



illustrert i figur 3-3. Den viser forventede svingninger i det amerikanske aksjemarkedet, målt ved VIX-indeksen, og rentedifferansen mellom selskaps- og statsobligasjoner. Risikoen i finansmarkedene er likevel fortsatt høyere enn nivået de senere årene.

Mens den økonomiske utviklingen i starten av året var preget av fall i produksjon, investeringer og sysselsetting, ga andre kvartal enkelte tegn til en begynnende stabilisering av den økonomiske utviklingen.

## Rentemarkedene

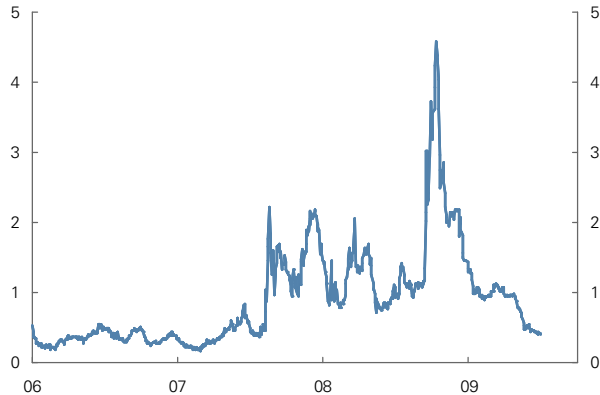
De omfattende stabiliseringstiltakene fra myndighetene gir utfordringer på andre områder. I flere land stiger underskuddene på statsfinansene kraftig. En konsekvens er en sterk vekst i utstedelsen av statslån. Veksten i amerikanske statsobligasjonslån for å finansiere det økte underskuddet er det viktigste eksempelet på dette (figur 3-4).

Rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid fortsatte å øke gjennom andre kvartal. For tyske papirer var økningen omtrent 0,4 prosentpoeng og for britiske omtrent 0,5 prosentpoeng. Amerikanske renter økte kraftig med rundt 0,9 prosentpoeng (figur 3-5). Rekordlave styringsrenter kombinert med høyere obligasjonsrenter ga klart brattere rentekurver i andre kvartal.

Selskapsobligasjonene hadde en vesentlig høyere avkastning enn statsobligasjoner i andre kvartal (figur 3-6), og rentedifferansen ble betydelig redusert. En stor del av verditapet for selskapsobligasjoner i andre halvdel av 2008 ble dermed gjenhentet.

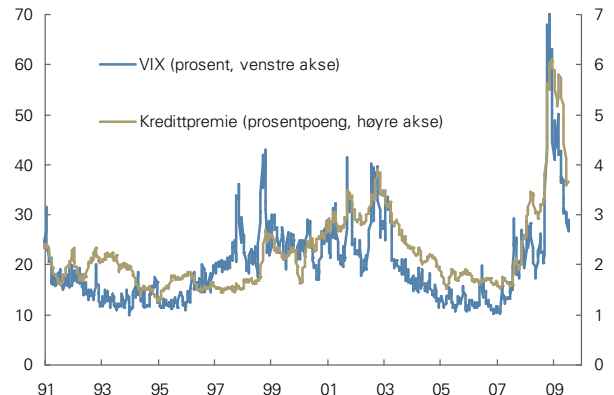
Særlig kraftig var fallet i rentedifferansen mellom obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner og statsobligasjoner. Finansinstitusjonene har fortsatt en høyere finansieringskostnad i obligasjonsmarkedene enn mange av sine kunder, selv om differansen har kommet markert ned i løpet av kvartalet (se figur 3-7).

Figur 3-2 Differansen mellom bankenes lånerente i pengemarkedet og amerikansk statsgjeld. Prosentpoeng



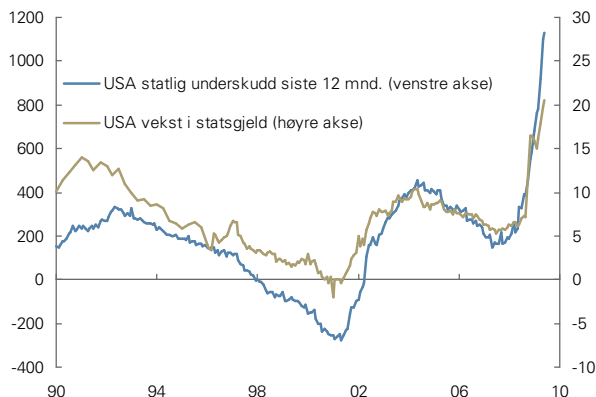
Kilde: Ecowin

Figur 3-3 Forventet volatilitet i det amerikanske aksjemarkedet og rentedifferanse mellom amerikanske selskaps- og statsobligasjoner. Prosent



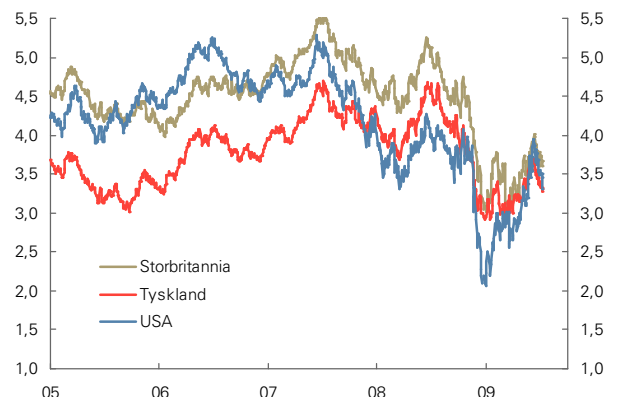
Kilde: CBOE, Moodys BBB

Figur 3-4 Amerikansk budsjettunderskudd. Milliarder dollar. Årlig vekst i utestående amerikansk statsgjeld. Prosentpoeng



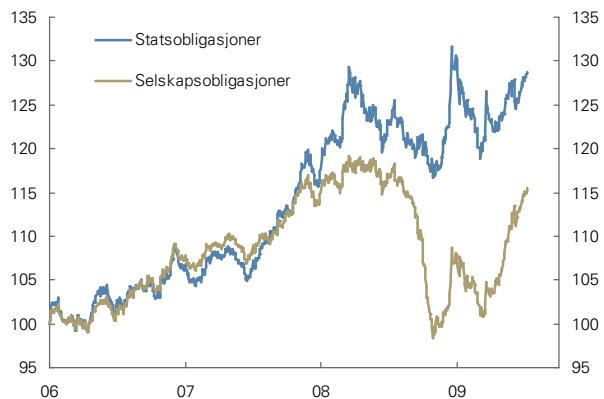
Kilde: U.S. Department of Treasury

Figur 3-5 Renter på statsobligasjoner med 10 års løpetid. Prosent



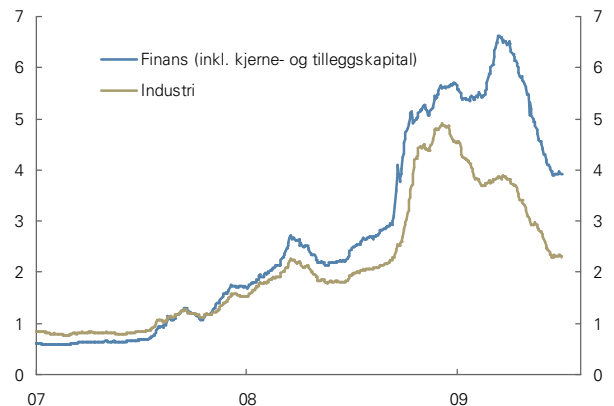
Kilde: Ecowin

Figur 3-6 Avkastning på brede grupper obligasjoner. Indeksert 31.12.2005=100



Kilde: Barclays Global Aggregate

Figur 3-7 Rentedifferanse mot statsobligasjoner for ulike selskapsobligasjoner. Prosentpoeng



Kilde: Barclays Global Aggregate



Den reduserte rentedifferansen skjedde til tross for et rekordstort emisjonsvolum for selskapsobligasjoner. I første halvår 2009 ble det ifølge Standard & Poor's utstedt selskapsobligasjoner for 1 791 milliarder dollar, sammenlignet med 2 360 milliarder for hele 2008.

Bedringen for private obligasjoner har skjedd gradvis gjennom første halvår og omfatter de fleste segmentene. Både selskapsobligasjoner og verdipapiriserte obligasjoner har hatt en positiv utvikling i andre kvartal. For realrenteobligasjoner er bildet mer sammensatt. I USA har det vært kursoppgang, men ikke i det japanske markedet.

### Aksjemarkedene

Den brede FTSE All-World indeksen steg 18 prosent i andre kvartal i lokal valuta. Avkastningen var særlig høy i de delene av markedet som hadde den svakeste utviklingen i andre halvdel av 2008.

Kursoppgangen i finanssektoren fulgte en redusert usikkerhet rundt den finansielle stabiliteten og ble også støttet av en brattere rentekurve, som i seg selv gir bedre forutsetninger for god inntjening i tradisjonell bankvirksomhet. Kursoppgangen for finansaksjer må sees i lys av en betydelig kapitalinnhenting fra finansinstitusjonene i første halvår, primært i aksjemarkedet. Amerikanske finansinstitusjoner reiste rundt 210 milliarder dollar i ny kapital i første halvår.

Råvaresektoren, som ofte sees som en tidlig indikator for økonomiske omslag, hadde i andre kvartal en høy avkastning støttet av fortsatt sterk etterspørsel fra Kina og forventnin-

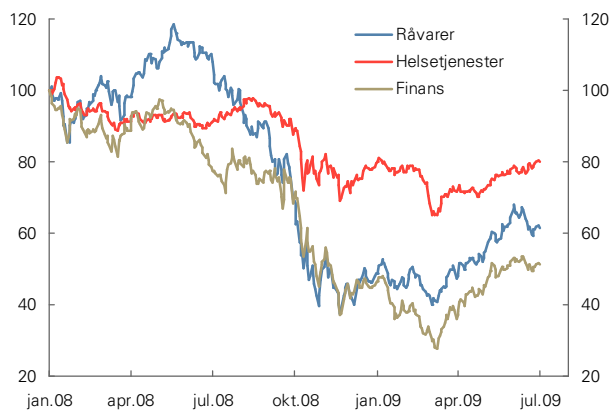
ger om en økonomisk stabilisering (figur 3–8).

En viktig strukturell trend i aksjemarkedene de senere årene har vært den sterke relative avkastningen til fremvoksende markeder. Etter et tilbakeslag for disse markedene, blant annet som følge av redusert risikokapasitet hos investorene gjennom finanskrisen, har de igjen hatt en sterkere utvikling enn de industrialiserte landene hittil i 2009 (figur 3–9).

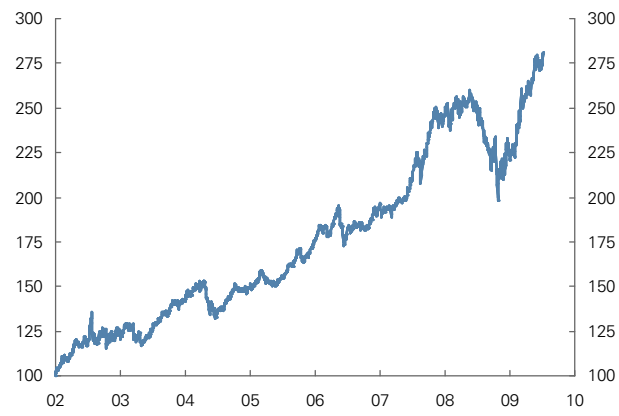
I første halvår steg Shanghai-børsen med hele 64 prosent (figur 3–10). Kinas bidrag til den globale økonomiske veksten de senere årene er større enn landets økonomiske størrelse alene skulle tilsi. Kinesiske myndigheter har gjennomført store finans- og kredittpolitiske tiltak for å unngå at sviktende eksportvekst skal true den økonomiske veksten. En kraftig vekst i kinesiske bankers utlån (figur 3–11) er en av flere indikatorer på økt økonomisk aktivitet fremover.



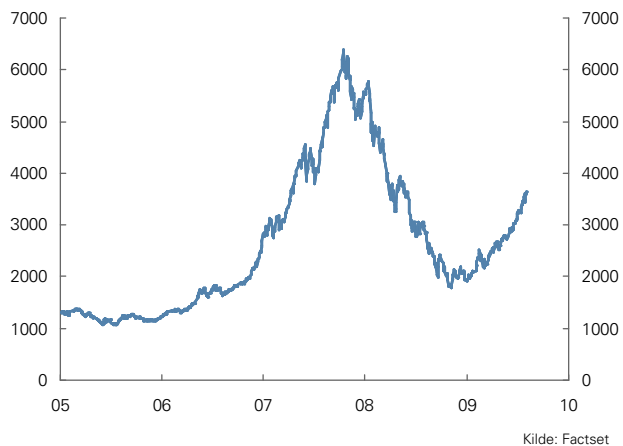
Figur 3-8 Avkastning ved investeringer i finanssektoren, råvarer og helsetjenester. Indeksert 31.12.2007=100



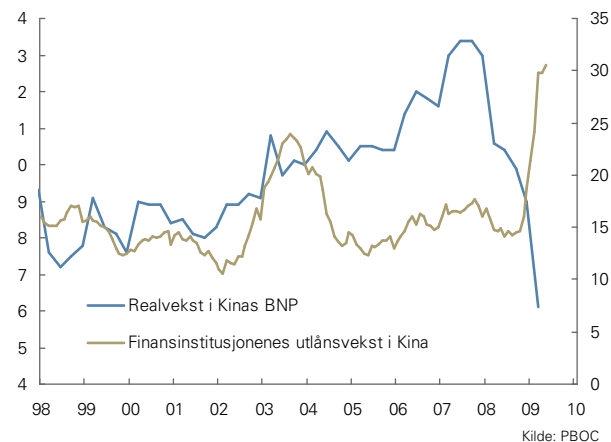
Figur 3-9 Avkastningen på FTSE all-world emerging markets relativt til FTSE all-world developed markets. Indeksert. 31.12.2001=100



Figur 3-10 Det kinesiske aksjemarkedet. Shanghai-børsen, A aksjer. Indeks



Figur 3-11 Realvekst i Kinas BNP og utlånsvekst fra kinesiske finansinstitusjoner. Prosentpoeng



# Porteføljen

Fondets aksjeandel var 60,3 prosent ved utgangen av andre kvartal, opp fra 52,6 prosent ved utgangen av første kvartal. Den strategiske allokeringen av aksjer ble vedtatt økt fra 40 til 60 prosent sommeren 2007. Denne opptrappingen ble avsluttet i løpet av kvartalet.

I løpet av de to årene som innfasingen har pågått, har NBIM kjøpt aksjer for over 1 000 milliarder kroner i de internasjonale aksjemarkedene og eierandelene er fordoblet (se egen tema-artikkel). Ved utgangen av andre kvartal 2009 var gjennomsnittlig eierandel 1,0 prosent globalt og 1,7 prosent i europeiske selskaper. I øvrige regioner var eierandelen 0,7 prosent (figur 4-2).

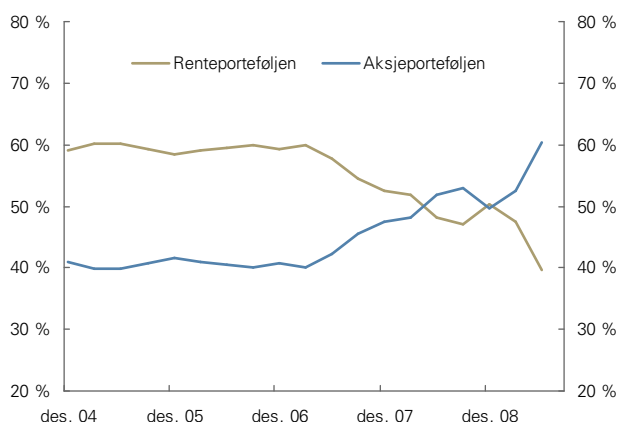
Eierandelen i de internasjonale obligasjonsmarkedene er redusert som følge av fondets økte aksjeandel. Ved utgangen av andre kvartal var gjennomsnittlig andel i Europa 0,7 prosent, i Amerika 0,4 prosent og i Asia / Oseania 0,2 prosent. Dette er fondets laveste eierandel i obligasjonsmarkedene siden 2005 (figur 4-3).

Både i aksje- og renteporteføljen har fondet en strategisk overvektning av europeiske investeringer sett i forhold til markedenes størrelse. Dette betyr at det vil være en tendens til at store europeiske selskaper og utstedere av obligasjoner dominerer listen over fondets største investeringer (tabell 4-1, 4-2).

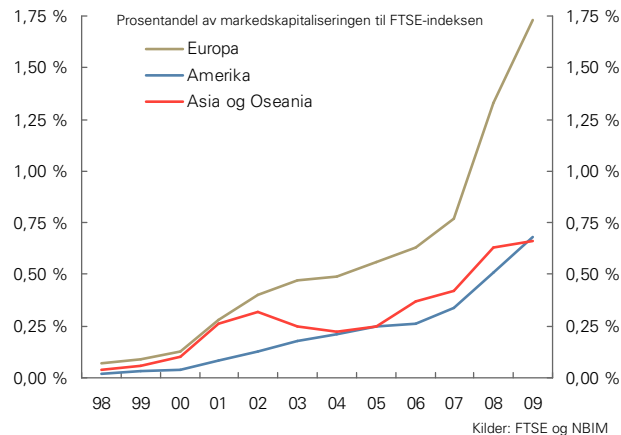
Ekstern forvaltning utgjorde i overkant av 377 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, en økning på 28 milliarder i løpet av kvartalet. Ekstern aksjeforvaltning økte med 54 milliarder, mens ekstern renteforvaltning ble redusert med 26 milliarder. Samlet utgjorde den eksterne forvaltningen omlag 16 prosent av fondets midler ved utgangen av andre kvartal, mot 13 prosent ved årsskiftet (figur 4-4).

De avkastningsavhengige honorarene til eksterne forvaltere økte markert i første halvår 2009 til 771 millioner kroner fra 222 millioner samme periode i fjor. En omlegging i metoden for å beregne avsetning for påløpte avkastningsavhengige honorarer i regnskapet forklarer det aller mest av økningen (se note 2 i regnskapet). I tillegg kom det til mange nye mandater i løpet av 2008, og en stor andel av de eksterne aksjeforvalterne hadde gode resultater i første og andre kvartal i år.

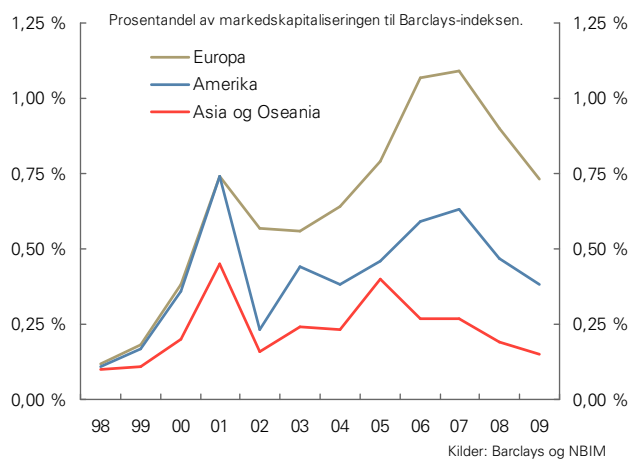
Figur 4-1 Fordeling på aktivklasser 2004–2009. Prosent



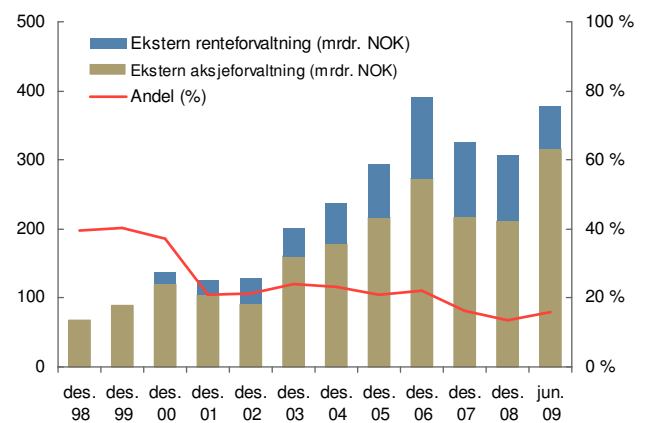
Figur 4-2 Eierandeler i aksjemarkedene 1998 – 2009. Prosent



Figur 4-3 Eierandeler i rentemarkedene 1998 – 2009. Prosent



Figur 4-4 Ekstern forvaltning 1998–2009. Milliarder kroner og prosentdel



Tabell 4-1 Største aksjebeholdninger per 30. juni 2009

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	17 241
Nestle SA	Sveits	17 021
HSBC Holdings PLC	Storbritannia	16 734
BP PLC	Storbritannia	16 352
Total SA	Frankrike	13 722
Exxon Mobil Corp	USA	12 472
Vodafone Group PLC	Storbritannia	11 076
Telefonica SA	Spania	10 765
Roche Holding AG	Sveits	10 583
Banco Santander SA	Spania	10 034

Tabell 4-2 Største obligasjonsbeholdninger per 30. juni 2009

Utsteder	Land	Beholdning i millioner kroner
Britiske stat	Storbritannia	80 779
Amerikanske stat	USA	79 933
Tyske stat	Tyskland	70 139
Italienske stat	Italia	56 833
Japanske stat	Japan	42 730
Fannie Mae	USA	42 036
Franske stat	Frankrike	39 246
European Investment Bank	Int. organisasjon	35 005
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	29 246
Bank of Scotland plc	Storbritannia	24 612

# Markedsverdi, avkastning og risiko

Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 2 385 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal 2009. Fondets samlede avkastning var på 12,7 prosent, mens meravkastningen sett i forhold til referanseporteføljen var på 2,1 prosentpoeng.

Det ble tilført nye midler for 40 milliarder kroner i andre kvartal 2009. Dette var på linje med forrige kvartal, men langt lavere enn de foregående kvartalene. Positiv avkastning økte verdien med 270 milliarder kroner. Som følge av en sterkere kronekurs i forhold til de valutaene som fondet er investert i, ble fondets kroneverdi redusert med 1 milliard kroner (figur 5–1). Endring i kronekursen har ikke noe å si for fondets internasjonale kjøpekraft.

Fondet hadde i andre kvartal 2009 en avkastning på 12,7 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeporteføljen hadde en avkastning på 19,5 prosent og renteporteføljen en avkastning på 5,1 prosent.

Siden 1. januar 1998 har fondet hatt en annualisert brutto avkastning på 3,4 prosent. Etter fradrag for prisstigning og forvaltningskostnader, er årlig netto realavkastning i samme periode 1,5 prosent (tabell 5–1).

Avkastningen som NBIM oppnår for fondet, blir målt i forhold til referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene viser NBIMs bidrag til forvaltningsresultatet. Avkastningen til fondet var i andre kvartal 2,1 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljen. Renteforvaltningen bidro med en relativ avkastning på 3,7 prosentpoeng, mens aksjeforvaltningens meravkastning var 0,7 prosentpoeng.

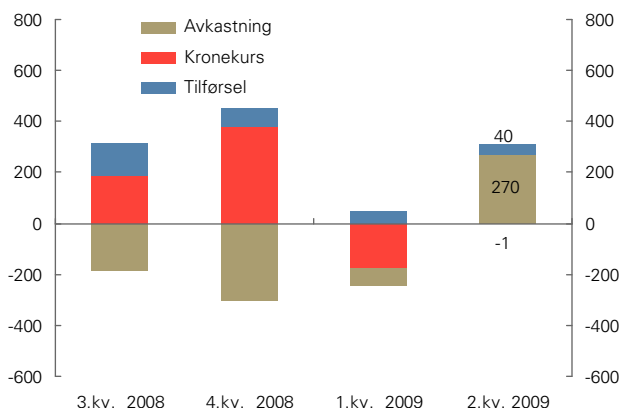
I andre kvartal har rentemarkedet vist noe tegn til normalisering, og den store likviditetspremien som preget deler av markedet har blitt redusert. Meravkastningen fra fondets renteforvaltning kom i hovedsak fra posisjoner som ble etablert før finansuroen satte inn i 2007. Disse posisjonene har vært lite likvide, og usikkerheten rundt prissettingen har vært betydelig. Spesielt stort var bidraget fra bankobligasjoner med status som kjerne- eller tilleggs kapital, samt fra amerikanske panteobligasjoner.

Nær samtlige segmenter av obligasjonsmarkedet har vist kursoppgang i andre kvartal, men bedringen har skjedd gradvis og på forskjellige tidspunkt for de ulike markedene. Dette indikerer at kursoppgangen i større grad skjer som følge av at markedsmechanismene begynner å fungere og likviditeten kommer tilbake, snarere enn en samlet reprising av risiko i rentemarkedene.

Aksjeforvaltningen bidro også positivt til den relative avkastningen i andre kvartal, både for internt og eksternt forvaltede aksjeporteføljer. I første halvår har bidraget fra aksjeforvaltningen vært jevnt positivt, uavhengig av de store svingningene i markedene.

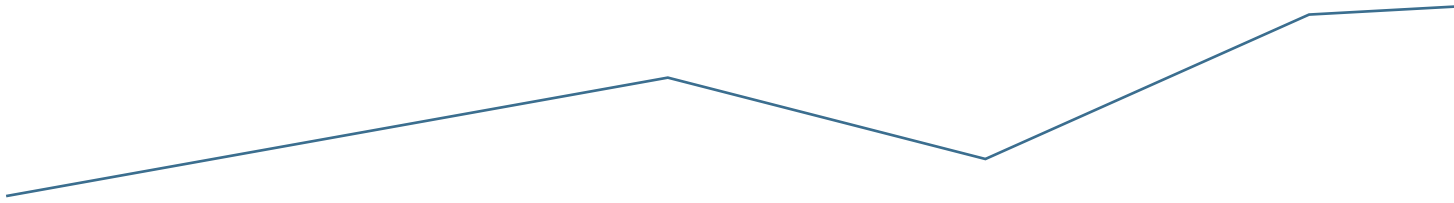
Det er transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler til fondet og til omvekting av referanseporteføljen. NBIM har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasing og omvekting til 433 millioner kroner i andre kvartal 2009. Dette utgjorde 0,02 prosent av markedsverdien til fondet ved inngangen til kvartalet.

Figur 5-1 Endring i markedsverdi tredje kvartal 2008 – andre kvartal 2009. Milliarder kroner

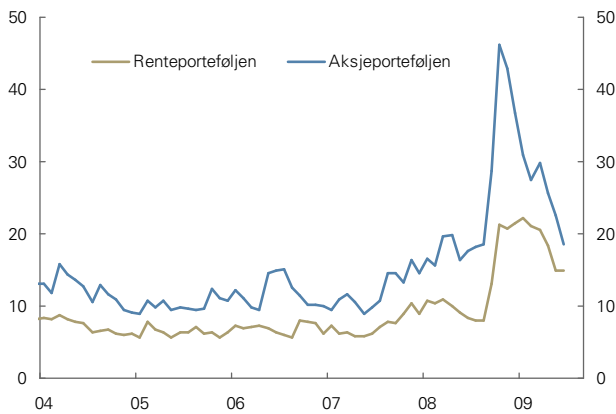


Tabell 5-1 Nøkkeltall per 30. juni 2009. Kvartalstall

	1.kv. 2008	2.kv. 2008	3.kv. 2008	4.kv. 2008	1.kv. 2009	2.kv. 2009
<b>Markedsverdi (mrdr. kroner)</b>						
Markedsverdien av renteinvesteringene	1 011	961	997	1 146	985	948
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	935	1 031	1 123	1 129	1 091	1438
Markedsverdien av fondet	1 946	1 991	2 120	2 275	2 076	2 385
Tilførsel i kvartalet *)	88	91	128	77	44	40
Avkastning i kvartalet	-116	-32	-186	-300	-66	270
Endring som følge av svingninger i NOK-kursen	-45	-13	186	379	-177	-1
Fondets totale endring	-73	46	128	156	-199	309
*) Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet (jf note 3) på grunn av ulik behandling av forvaltningsgodtgjøring.						
<b>Avkastningen av fondet målt i internasjonal valuta (prosent) **)</b>						
Avkastning av aksjeporteføljen	-12,67	-1,60	-13,12	-20,58	-8,84	19,49
Avkastning av renteporteføljen	0,87	-1,72	-1,19	1,55	-0,88	5,07
Avkastning av fondet	-5,62	-1,87	-7,68	-10,30	-4,81	12,67
Avkastning av referanseporteføljen	-4,79	-2,10	-5,97	-8,62	-4,48	10,60
Meravkastning	-0,83	0,24	-1,70	-1,68	-0,33	2,07
<b>Avkastning av fondet målt i norske kroner (prosent) **)</b>						
Avkastning av aksjeporteføljen	-14,71	-1,90	-5,84	-8,41	-14,46	19,69
Avkastning av renteporteføljen	-1,49	-2,02	7,08	17,12	-6,99	5,25
Avkastning av fondet	-7,83	-2,17	0,06	3,45	-10,67	12,86
Avkastning av referanseporteføljen	-7,02	-2,41	1,90	5,38	-10,36	10,78
**) Referanseporteføljen som fastsettes av Finansdepartementet justeres for skatt relatert til dividendeutbetaling fra aksjer. Justeringsfaktorene for skatt har ikke blitt oppdatert på korrekt måte for referanseporteføljen i de tre foregående kvartalene. Dette har medført at differanseavkastningen for de to siste kvartalene av 2008 og det første kvartalet i 2009 samlet sett ble rapportert 0,0035 prosent lavere enn faktisk resultat. De historiske tallene i tabellen er justert for denne korrigeringen.						
<b>Kostnader i forvaltningen (prosent)</b>						
Beregnete innfasingskostnader	0,05	0,03	0,08	0,10	0,06	0,02
Annualiserte forvaltningskostnader	0,10	0,10	0,09	0,11	0,16	0,15
<b>Verdiutvikling siden oppstart (mrdr. kroner)</b>						
Samlet tilførsel	1 844	1 935	2 063	2 140	2 184	2 224
Samlet avkastning	387	355	169	-131	-197	73
Kronekursjustering	-285	-298	-112	266	89	88
Markedsverdien av fondet	1 946	1 991	2 120	2 275	2 076	2 385

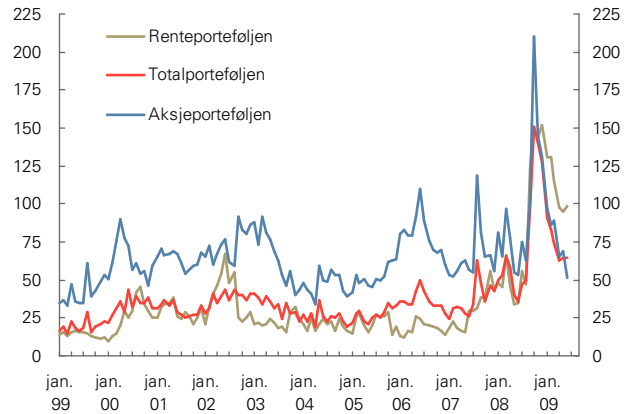


Figur 5-2 Absolutt volatilitet 2004 – 2009. Prosent, norske kroner



Figur 5–2 viser utvikling i markedssvingningene for aksje- og renteporteføljen. For å beregne forventet volatilitet benytter vi en modell som tar utgangspunkt i historiske svingninger. Selv om markedene har normalisert seg noe i løpet av første halvår 2009, ser vi at de forventede svingningene fortsatt er klart høyere enn de var frem til midten av 2007, da finansuroen startet. Ved utgangen av andre kvartal i år forventer modellen absolutte svingninger for fondet på 305 milliarder, tilsvarende 12,8 prosentpoeng (se figur 2–4). Det innebærer at fondets verdi i to av tre år forventes å svinge innenfor et intervall på pluss eller minus 305 milliarder, som følge av endringer i markedsavkastningen.

Figur 5-3 Forventet relativ volatilitet 1999 - 2009. Basispunkter



Figur 5–3 viser utvikling i forventet relativ volatilitet for fondet som helhet, samt for rente- og aksjeporteføljen separat. Den forventede relative volatiliteten, som måler hvor mye fondets avkastning antas å variere fra referanseporteføljen, har gått markert ned siden den mest turbulente perioden i andre halvår av 2008. I hovedsak skyldes dette mindre svingninger i markedet og bare i mindre grad en generell reduksjon av størrelsen på fondets investeringer. De fleste posisjonene i renteporteføljen som ble lite likvide ved inngangen til 2008, er fortsatt i fondet.

Tabell 5-2 Nøkkeltall per 30. juni 2009. Annualiserte tall

(Målt i internasjonal valutakurv)	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Porteføljeavkastning (prosent)	-11,17	-2,75	1,74	2,55	3,44
Referanseavkastning (prosent)	-9,23	-1,78	2,09	2,47	3,34
Meravkastning (prosentpoeng)	-1,95	-0,98	-0,35	0,08	0,10
Standardavvik (prosent)	17,90	11,33	9,15	7,60	7,44
Faktisk relativ volatilitet (prosentpoeng)	2,35	1,46	1,17	0,87	0,82
Informasjonsrate	-0,82	-0,66	-0,30	0,09	0,12
Brutto årlig avkastning (prosent)	-11,17	-2,75	1,74	2,55	3,44
Årlig prisvekst (prosent)	-0,3	1,9	2,1	2,0	1,8
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,13	0,11	0,11	0,10	0,10
Årlig netto realavkastning (prosent)	-11,01	-4,70	-0,47	0,48	1,49

Tabell 5-3 Renteporteføljen per 30. juni 2009 fordelt etter kredittvurdering

Prosent av renteporteføljen	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	Ingen vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	32,2	8,3	2,1	0,7	0,1	0,0	0,1
Realrenteobligasjoner	4,0	3,1	0,1	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	0,5	4,3	8,5	6,3	0,4	0,2	0,1
Pantesikrede obligasjoner	25,3	2,0	0,2	0,2	0,2	0,8	0,0
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	62,0	17,7	11,0	7,2	0,8	1,1	0,3

Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kategorien "ingen vurdering" inkluderer verdipapirer som ikke er vurdert av disse tre byråene. Disse verdipapirene kan være vurdert av andre, lokale byråer.

Tabell 5-4 Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk		
		31.12.2008	31.3.2009	30.6.2009
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	1,27	0,74	0,65
Aktivafordeling	Renteporteføljen 30-70%	50,4	47,4	39,7
	Aksjeporteføljen 30-70%	49,6	52,6	60,3
Valutafordeling renter	Europa 50-70%	59,9	60,0	60,1
	Amerika 25-45%	34,3	35,1	34,8
	Asia / Oseania 0-15%	5,8	4,9	5,0
Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	48,6	49,4	49,8
	Amerika / Afrika 25-45%	35,2	35,2	35,1
	Asia / Oseania 5-25%	16,2	15,3	15,1
Eierandel	Største eierandel maksimalt 10%	8,71	9,47	9,50

# Eierskapsutøvelsen

Strategien for eierskapsutøvelsen er revidert i andre kvartal og forvaltning av vannressurser er et nytt satsingsområde. Kvartalet ga også et viktig gjennombrudd for bransjesamarbeid mot barnearbeid.

Hovedstyret i Norges Bank vedtok i juni en revidert strategi for eierskapsutøvelsen. Det er nå seks satsingsområder:

- Likebehandling av aksjonærer
- Aksjonærinflytelse og styreansvar
- Velfungerende finansmarkeder
- Klimaendring
- Vannforvaltning
- Barns rettigheter

De tre første satsingsområdene tar opp viktige prinsipper for god eierskapsstyring. Som minoritetsaksjonær er prinsippet om likebehandling av aksjonærer sentralt for NBIM. Det gir seg utslag i muligheten til å utøve innflytelse og en rettfærdig behandling i forhold til selskapenes økonomiske disposisjoner. Erfaringene fra det siste året har vist oss at markedene ikke alltid fungerer tilfredsstillende, noe som medfører kostnader for investorer og usikkerhet rundt prisingen av verdipapirer. Som en stor, langsiktig investor har vi en mulighet til å påvirke både standardsettere og markedet for øvrig.

Et dokument som beskriver NBIMs forventninger til selskapers håndtering av klimaendringer vil bli utgitt i tredje kvartal. Vann er et nytt strategisk satsingsområde innen miljø. Avhengig av industriell sektor og vannforbruk vil håndtering av vannrisiko være viktig for selskapenes langsiktige finansielle resultatet (se egen artikkel).

## Bransjesamarbeid mot barnearbeid

Den 12. juni – verdens dag mot barnearbeid – annonserte fire selskaper i NBIMs portefølje (Monsanto, Bayer, Syngenta og DuPont) at de har inngått et samarbeid for å bekjempe barnearbeid innen frøproduksjon. Samarbeidet ble initiert av NBIM som en del av den aktive eierskapsutøvelsen. Industristandarden "CropLife Position on Child Labor in the Seed Supply Chain" ble utgitt i regi av CropLife International, en global bransjeorganisasjon for planteforskningsindustrien. Standarden redegjør for den felles innsatsen selskapene vil gjøre for å eliminere bruken av barnearbeid hos leverandører og andre samarbeidspartnere innen frøsektoren.

NBIM tror denne samarbeidsmodellen er en god måte å skape resultater på og vil søke å bruke den også innen andre

sektorer. NBIM vil også samarbeide med UNICEFs 'Private Fundraising and Partnerships Division' (PFP) med henblikk på andre sektorinitiativ.

## Velfungerende finansmarkeder

NBIM har i 2009 tatt et initiativ for å styrke det europeiske markedet for obligasjoner med fortrinnsrett. Slike obligasjoner er utstedt av finansinstitusjoner. I tillegg til pantesikkerheten, er utsteder også ansvarlig for gjelden gjennom sin egen kapital. Obligasjonslån med fortrinnsrett har en lang tradisjon i det europeiske boligmarkedet og har lav kreditt-risiko. Likviditeten i dette segmentet har blitt hardt rammet av finanskrisen. Som en betydelig investor, har NBIM sammen med andre store investorer og med støtte fra flere europeiske sentralbanker tatt initiativ til en investor-sammenslutning ('Covered Bond Investor Council'). Et av hovedmålene til CBIC er å bedre likviditeten i markedet for obligasjoner med fortrinnsrett, blant annet gjennom økt transparens og mer standardisering.

## Stemmegivning

De fleste selskapene avholder sine ordinære generalforsamlinger i andre kvartal. Finanskrisen har medført større oppmerksomhet rundt styrets rolle og ansvar, og i USA har aksjonærforslag på dette området fått økt oppslutning. NBIM har i stor grad støttet forslag om økt uavhengighet i styrene. NBIM har også systematisk stemt imot valget av styreleder i de selskapene hvor administrerende direktør også er styreleder, og vi har støttet aksjonærforslag om å skille rollene.

I Japan utgjør toppledelsen med få unntak også styret i et selskap. Det er et økende press fra internasjonale og japanske investorer om økt uavhengighet i selskapsstyrene. NBIM støtter dette og har stemt for valg av eksterne styremedlemmer i mange selskaper.

Innen miljøområdet har vi støttet saker som tar for seg selskapsstrategier for å kutte CO2 utslipp og øke energiefektiviseringen, samt bedre og mer åpen rapportering om effekten for selskapet av klimaendringer.





Foto: Aarre Rindal

## Tema: Vannforvaltning – et nytt satsingsområde

En global knapphet på vann utgjør en finansiell risiko for fondet. Norges Banks hovedstyre har derfor vedtatt å utvide eierskapsutøvelsens satsingsområder innen miljø til å omfatte vannforvaltning.

Fondet er bredt investert i sektorer med høy risiko knyttet til vann, og har identifisert syv sektorer som spesielt utsatt: næringsmiddelindustri, jordbruk, cellulose og papir, legemidler, gruvedrift, industri og kraftproduksjon, samt vannforsyning. Disse sektorene har vann som en betydelig innsats- eller produksjonsfaktor. I NBIMs portefølje er vann en viktig innsats- og produksjonsfaktor i over 1 100 selskaper. Fondets eierskap i disse selskapene har en samlet markedsverdi på 265 milliarder kroner.

Tilbud på og etterspørsel etter vann er ujevnt fordelt mellom verdens regioner. Økonomisk vekst, industrialisering og befolkningsvekst er drivkrefter bak en økende etterspørsel. Faktorer som klimaendringer, forurensing og reguleringer påvirker i økende grad tilgangen på vann. Jordbruk er verdens største forbruker av ferskvann. Industrien forbruker i dag omtrent 22 prosent av tilgjengelig ferskvann på verdensbasis, ifølge tall fra UNESCO. Dette forventes å øke, særlig i utviklingsland.

Allerede i dag står selskaper med mangelfull vannforvaltning overfor en betydelig driftsrisiko, forbundet med forsyningsstans og høyere kostnader for rensing. I tillegg er det risiko knyttet til reguleringer samt motstand fra lokalsamfunn og aktivistgrupper. Dårlig vannforvaltning kan også føre til erstatningsansvar eller tap av konsesjoner eller lisen-

ser. Fremover vil tilgang til den vannmengde og kvalitet som kreves til produksjonen samt økte krav for utslipp av avløpsvann, kunne få betydning for resultatet i stadig flere selskaper.

Mange selskaper i risikosektorer og -områder mangler en forsvarlig vannpolitikk, med risikovurderinger og rapportering på oppnådde resultater. For investorer som NBIM, som er bredt investert i sektorer med stor risiko knyttet til vann, kan selskapers håndtering av denne risikoen være kritisk. Mangler i selskapenes rapportering om vannforvaltning gjør det vanskelig å vurdere i hvilken grad et selskap er utsatt for en slik risiko i egen virksomhet eller i leverandørkjeden.

NBIM mener at investorer bør få tilstrekkelig informasjon for å kunne vurdere hvordan vannknapphet kan berøre et selskaps drift eller fortjeneste, og hvor sannsynlig det er at dette vil inntreffe.

NBIM vil i tredje kvartal utgi et dokument som formulerer hvilke forventninger vi har til selskapenes håndtering av vann som ressurs og risiko relatert til dette. Disse forventningene rettes mot selskaper med virksomhet eller leverandørkjeder i sektorer og regioner som er særlig utsatt, og er basert på internasjonale standarder og beste praksis med hensyn til vannforvaltning.

# Tema: Fra 40 til 60 prosent aksjer

Sommeren 2007 ble det vedtatt at fondets aksjeandel skulle økes fra 40 til 60 prosent. I andre kvartal i år ble andelen nådd, etter aksjekjøp for mer enn 1 000 milliarder. I samme periode har fondets eierandeler i de globale aksjemarkedene doblet seg.

Stortinget ga i juni 2007 sin tilslutning til at den strategiske allokeringen til aksjer skulle økes fra 40 til 60 prosent. Valg av aksjeandel er en av de viktigste beslutningene som påvirker fremtidig avkastning for fondet. Beslutningen om å øke aksjeandelen var basert på en vurdering av forventet langsiktig avkastning, sett i forhold til risiko knyttet til svingninger i markedsverdi. Etter råd fra blant andre Norges Bank besluttet Regjeringen sommeren 2007 å øke aksjeandelen i fondet til 60 prosent.

## Aksjer for 1 000 milliarder kroner

Siden innfasingen av den økte aksjeandelen startet i andre kvartal 2007 har fondet kjøpt aksjer til en verdi av 1 010 milliarder kroner. Av beløpet kommer 641 milliarder fra tilførsler av nye midler, mens 369 milliarder har blitt flyttet fra obligasjons- til aksjeporteføljen de siste to årene. Uten denne overføringen fra obligasjoner til aksjer, ville aksjeandelen ha vært 44 prosent ved utgangen av andre kvartal i år (figur 6-1). Nær halvparten av kapitaloverføringen fra obligasjoner skjedde i de første månedene av 2009, da aksjemarkedene falt og nye tilførsler til fondet var lave.

## Gjennomføring

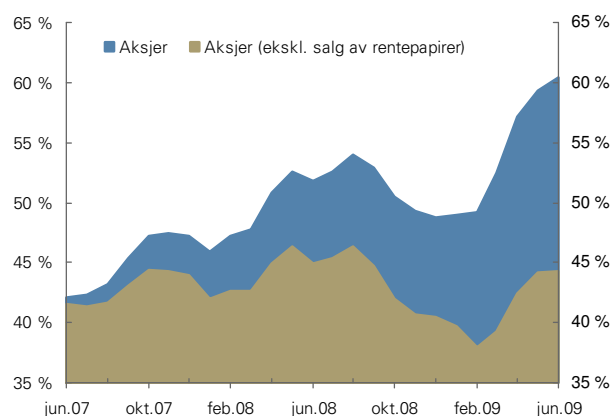
Teoretisk burde en økning av aksjeandelen gjennomføres umiddelbart, da den nye aktivafordelingen antas å gi en bedre risikostjert avkastning. En slik endring krever

imidlertid flere avveininger. En gjennomføring over en kort tidshorison med store aksjevolum i forhold til likviditeten i markedet vil normalt presse prisene opp på kort sikt. Samtidig blir fondets disposisjoner mer synlige og forutsigbare. Det kan gi andre markedsaktører et informasjonsfortrinn, for eksempel ved prisstilling av større enkelthandler. En tidsmessig konsentrert gjennomføring kan dessuten føre til at fondet kjøper verdipapirer til historisk sett høye kurser, eller selger på tilsvarende lave kurser. En stabil innfasing over tid der kapitalen fordeles noenlunde jevnt, reduserer faren for uheldig markedspåvirkning og gir mindre utslag for hvilke perioder transaksjonene skjer.

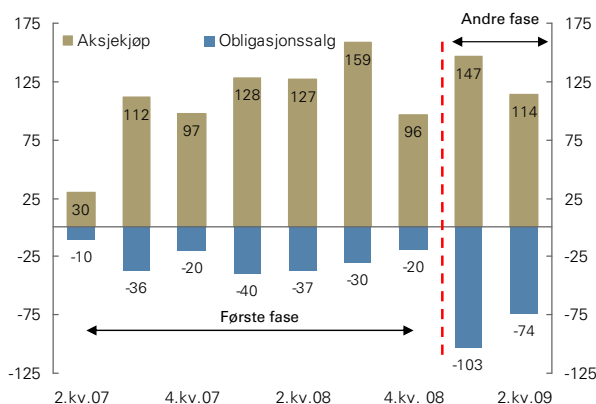
Kapitalbehovet var en ytterligere grunn til at innfasingen måtte gjennomføres over en lengre tidsperiode. Dersom økningen i aksjeandelen skulle skjedd umiddelbart ved utgangen av andre kvartal 2007, ville det krevd aksjekjøp for 860 milliarder kroner, dersom en antar at verdien av obligasjonsporteføljen var uendret.

Fallet i aksjemarkedene som startet rundt tredje kvartal 2008, medførte at gjennomføringen har skjedd i to faser (figur 6-2). Fra andre kvartal 2007 til fjerde kvartal 2008 benyttet fondet all tilflyt av ny kapital til å øke aksjeandelen. I tillegg ble inntekter fra forfalte obligasjoner og obligasjonskuponger reinvestert i aksjer istedenfor obligasjoner.

Figur 6-1 Utvikling i aksjeandelen siden andre kvartal 2007



Figur 6-2 Kjøp av aksjer og salg av obligasjoner siden andre kvartal 2007. Milliarder kroner



Ved utgangen av 2008 var aksjeandelen likevel ikke kommet høyere enn 49 prosent. Samtidig avtok tilflyten til fondet i de to første kvartalene av 2009, som følge av en lavere oljepris. I første og andre kvartal var tilførselen henholdsvis 44 og 40 milliarder kroner, sammenlignet med 128 og 77 milliarder kroner for de to siste kvartalene av 2008.

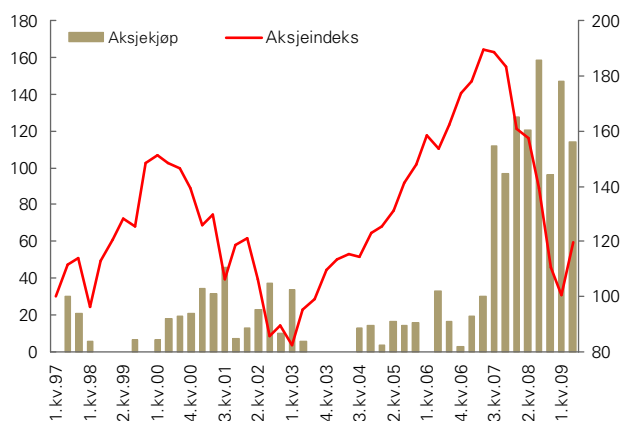
Det ble derfor besluttet å benytte kapital fra obligasjonsporteføljen i større grad enn tidligere for å oppnå ønsket eksponering i aksjer. Rundt 177 milliarder kroner ble flyttet fra obligasjonsporteføljen til aksjeporteføljen i første halvdel av 2009. Dette innebar betydelige salg av rentepapirer på historisk sett relativt høye prisnivåer.

Fondet har kjøpt aksjer kontinuerlig de siste to årene, både mens markedet steg mot slutten av 2007 og gjennom det påfølgende fallet (figur 6-3). Den gjennomsnittlige kjøpskursen for aksjer i hele perioden ligger 22 prosent lavere enn ved starten av innfasingen. På samme måte er kapitaluttaket fra obligasjonsporteføljen gjort på kurser som ligger 11 prosent høyere enn ved utgangen av andre kvartal 2007.

De estimerte innfaskingskostnadene beløper seg til 8,7 milliarder kroner eller 0,85 prosent av den innfasede kapitalen. I løpet av innfaskingsperioden har fondet doblet sin eierandel

i mer enn 7 000 selskaper i 46 land, til en andel på 1,0 prosent fra 0,4 prosent. Disse selskapene representerer omtrent 98 prosent av de globale, investerbare aksjemarkedene. I kombinasjon med relativt stabile kapitaltilførsler har de fallende aksjemarkedene bidratt til å øke fondets eierandeler betydelig.

Figur 6-3 Tilførsler til aksjeporteføljen (venstre akse, mrd kroner) og aksjeavkastning siden andre kvartal 1998 (lokal valuta, 31.01.98 = 100)



# Regnskapsrapportering

Nedenfor presenterer vi regnskapsinformasjon for Statens pensjonsfond – Utland. Fondsregnskapet er en del av, og er utdrag fra, Norges Banks balanse og regnskap.

## Resultatregnskap og balanse

### Resultatregnskap

Hittil i år

(tall i millioner kroner)

Note	2. kv. 2009	2. kv. 2008	30.06.2009	30.06.2008	31.12.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>					
Netto renteinntekter innskudd i utenlandske banker	-63	122	77	222	494
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgssavtaler	162	3 614	608	9 246	14 189
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:					
- aksjer og andeler	214 513	-14 667	152 116	-136 496	-595 304
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	49 333	-20 241	42 286	-12 516	-686
- finansielle derivater	6 269	4 124	10 355	3 162	-31 210
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-545	-4 878	-1 753	-11 290	-20 124
Netto andre rentekostnader	303	-224	307	-241	-613
Andre kostnader	-100	102	-148	87	44
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	269 872	-32 049	203 848	-147 825	-633 209
Valutakursreguleringer	-1 333	-12 910	-178 461	-58 069	506 163
Sum resultat	268 539	-44 959	25 386	-205 894	-127 046
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	2	-762	-483	-961	-2 165
Resultat etter forvaltningsgodtgjøring tilført kronekonto		267 777	-45 441	-206 855	-129 211

<b>Balanse</b>				
(tall i millioner kroner)	<b>Note</b>	<b>30.06.2009</b>	<b>30.06.2008</b>	<b>31.12.2008</b>
<b>EIENDELER</b>				
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>				
Innskudd i banker		8 981	16 621	18 111
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler		136 824	599 029	274 132
Avgitt kontantsikkerhet		9	0	114
Aksjer og andeler	5,6	1 424 204	1 018 657	1 126 760
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	5,6	1 328 817	1 187 326	1 612 236
Andre fordringer		8 671	15 077	17 164
<b>SUM FINANSIELLE EIENDELER</b>		<b>2 907 506</b>	<b>2 836 710</b>	<b>3 048 517</b>
<b>GJELD OG EIERS KAPITAL</b>				
<b>FINANSIELL GJELD</b>				
Kortsiktig innlån		2 059	220	133
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		309 971	538 855	514 395
Mottatt kontantsikkerhet	4	142 138	252 479	188 608
Finansielle derivater		15 700	1 633	36 320
Uoppgjorte handler		31 619	42 921	30 144
Annen gjeld		20 625	9 043	3 463
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		1 621	961	2 165
<b>SUM FINANSIELL GJELD</b>		<b>523 732</b>	<b>846 113</b>	<b>775 228</b>
Eiers kapital	3	2 383 773	1 990 598	2 273 289
<b>SUM GJELD OG EIERS KAPITAL</b>		<b>2 907 506</b>	<b>2 836 710</b>	<b>3 048 517</b>

### Note 1. Regnskapsprinsipper

Delårsregnskapet for andre kvartal er avlagt i samsvar med regnskapsprinsippene for Norges Bank som ble vedtatt av Representantskapet 13. desember 2007. En omtale av regnskapsprinsippene som er lagt til grunn ved avleggelse av delårsregnskapet fremkommer i årsregnskapet for 2008.

Delårsregnskapet inneholder ikke all informasjon som kreves i et fullstendig årsregnskap, og bør leses i sammenheng med årsregnskapet for 2008.

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for Norges Bank innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Under regnskapsprinsipper i årsregnskapet for 2008 er det gjort nærmere greie for vesentlige estimater og forutsetninger.

## Note 2. Forvaltningskostnader

	1. halvår 2009		1. halvår 2008	
	1 000 kroner	Prosent	1 000 kroner	Prosent
Interne kostnader	310 914		313 811	
Kostnader til depot og oppgjør	139 331		136 254	
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	227 261		188 274	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	771 313		222 001	
Øvrige kostnader	171 754		101 137	
Sum alle forvaltningskostnader	1 620 572	0,15	961 477	0,10
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	849 259	0,08	739 476	0,07

Metoden for å beregne avsetning for påløpte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere ble endret i første kvartal 2009, slik at forvaltningshonorarene periodemessig sammenstilles med de forvaltningsresultater som danner grunnlag for honorarene. Effekten av metodeendringen er en økning i avkastningsavhengige honorarer med 518 mill kroner for første halvår 2009, sammenlignet med tidligere benyttet metode. Endringen har kun betydning for periodiseringen, ikke for størrelsen på honorarutbetalingene

## Note 3. Eiers kapital

(tall i millioner kroner)	Note	30.06.2009	30.06.2008	31.12.2008
Innskudd kronekonto pr. 01.01.		2 273 289	2 016 955	2 016 955
Tilførsel i løpet av året		86 718	180 498	385 545
Resultat tilført kronekonto		25 386	-205 894	-127 046
Eiers kapital før fratrukk av forvaltningsgodtgjøring		2 385 393	1 991 559	2 275 454
Forvaltningsgodtgjørelse til Norges Bank		-1 621	-961	-2 165
Eiers kapital – Innskudd kronekonto		2 383 773	1 990 598	2 273 289

#### Note 4. Utlån av verdipapirer

Det var lånt ut verdipapirer gjennom eksterne utlånsprogrammer til en verdi av 299,6 milliarder kroner per 30. juni 2009, mot 515,3 milliarder kroner 30. juni 2008. Utlånte verdipapirer er sikret gjennom mottatte sikkerheter, og for en utlånsagent gjennom en garantiavtale. Det er totalt mottatt sikkerhet for utlånte verdipapirer til en verdi av 316,4 milliarder kroner per 30. juni 2009. Av dette er 142,1 milliarder kroner mottatt i form av kontanter, og resten i form av verdipapirer. Kontantsikkerheten er fra og med årsregnskapet for 2008 innregnet i balansen. Mottatt kontantsikkerhet er reinvestert i gjensalgsvtaler og obligasjoner. Disse reinvesteringene er balanseført til 136,0 milliarder kroner per 30. juni 2009.

Total avsetning for urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser var 6,1 milliarder kroner per 30. juni 2009. Verditapet er beregnet på bakgrunn av markedsverdi på reinvesteringene. Av dette er 5,5 mrd kroner urealisert tap basert på verdsettelse ved bruk av ordinære priskilder (fordelt på 3,8 milliarder kroner for verdipapiriserte obligasjoner, 0,6 mrd kroner for selskapsobligasjoner og 1,1 milliarder kroner for structured investment vehicles), mens 0,6 milliarder kroner er likviditetsfradrag i forbindelse med prisjusteringsmetoden (se note 6). Det er regnskapsført en urealisert gevinst på disse reinvesteringene for årets første seks måneder på 2,6 milliarder kroner, som er en reversering av tidligere urealiserte tap for investeringene. Dette fremkommer på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Den delen av reinvesteringsprogrammet som består av obligasjonsinvesteringer, ble frosset for et og et halvt år siden, og investeringene reduseres etter hvert som obligasjonene går til forfall.

#### Note 5. Aksjer og andeler / obligasjoner og andre rentebærende papirer

	Anskaffelseskost	Markedsverdi verdipapirer	Opptjent utbytte / renter	Markedsverdi
Børsnoterte aksjer og andeler	1 598 283	1 420 632	3037	1 423 669
Andeler i ikke børsnoterte rente og aksjefond	703	535		535
<b>Sum aksjer og andeler</b>	<b>1 598 986</b>	<b>1 421 167</b>	<b>3037</b>	<b>1 424 204</b>
Stat og statsrelaterte obligasjoner	535 497	570 604	9 536	580 140
Inflasjonsjusterte obligasjoner	85 440	95 184	654	95 838
Selskapsobligasjoner	294 830	266 478	5 043	271 521
Pantesikrede obligasjoner	381 458	376 846	4 472	381 318
Sertifikater				
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapir</b>	<b>1 297 225</b>	<b>1 309 112</b>	<b>19 705</b>	<b>1 328 817</b>

## Note 6. Måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter

### Fastsettelse av virkelig verdi

Majoriteten av instrumentene som fondet er investert i anses å inneha begrenset med prisingsrisiko. Aksjeinvesteringene er vurdert som forholdsvis enkle å verdivurdere da det foreligger offisielle børskurser som baseres på et aktivt transaksjonsmarked for nesten alle posisjonene i porteføljen. Når det gjelder beholdninger i obligasjoner, er prisusikkerhetsbildet imidlertid nyansert. Prisfastsettelsen av statsobligasjoner og likvide statsgaranterte obligasjoner er basert på observerbare markedspriser i et aktivt marked for kursstillelse og med hyppige transaksjoner. Selskapsobligasjoner, obligasjoner med fortrinnsrett, verdipapiriserte obligasjoner garantert av føderale kredittinstitusjoner og en del statsgaranterte og statsrelaterte obligasjoner er derimot vurdert som priset av modeller med observerbare datapunkter. Størsteparten av disse er likevel vurdert å ha relativt begrenset med prisingsrisiko da datapunktene i modellene er observerbare i forholdsvis stor grad.

Samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til korrekt prisfastsettelse var 63 milliarder ved utgangen av andre kvartal. Dette bestod nesten utelukkende av verdipapiriserte obligasjoner som ikke er garantert av føderale kredittinstitusjoner. Dette var en nedgang i eksponering på en milliard fra første kvartal 2009 da eksponeringen var 64 milliarder.

Tabellen nedenfor inndeler investeringene i kategorier for vurdert prisusikkerhet:

(tall i millioner kroner)

Kategorisering av investeringer mht. prisusikkerhet	Observerbare markedspriser i aktive markeder	Modellprising med observerbare datapunkter	Modellprising med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi	Totalt
Aksjer og andeler	1 411 169	12 186	849	1 424 204
Obligasjoner	568 546	676 979	62 292	1 328 817
<b>Totalt</b>	<b>2 000 715</b>	<b>689 165</b>	<b>63 141</b>	<b>2 753 021</b>

Gjennom flere analyser og diskusjoner med ulike aktører i markedet (prisleverandører, meglere og eksterne forvaltere) er det utviklet metoder for verdsettelse som er ment å ta hensyn til den ytterligere usikkerheten. Metodene innebærer at verdien av enkelte typer instrumenter er nedjustert gjennom et likviditetsfradrag fra den verdi som er rapportert fra ordinære priskilder. Størrelsen på fradraget er avhengig av vurdert usikkerhet i prisen fra prisingskilden. Det regnskapsmessige likviditetsfradraget ble betydelig redusert i kvartalet fra 3 567 millioner kroner i første kvartal til 1 922 millioner kroner ved utgangen av andre kvartal. Nedgangen skyldes hovedsakelig en betydelig forbedring i markedsforholdene og observert priskvalitet på verdipapiriserte papirer. Av det totale likviditetsfradraget kommer 576 millioner kroner fra kontantsikkerhetsstillelser som er reinvestert i obligasjoner (se note 4).